

Arne Jon Isachsen

## MÅNEDSBREVET

August 2011

### LÆRDOMMER AV FINANSKRISEN

---

**Problemet er ikke at Hellas går konkurs. Problemet er at Hellas ikke kan gå konkurs. Det finnes ingen skifterett å levere boet til.**

---

Spetaktelet startet for alvor den 16. september 2008. Da gikk den amerikanske investeringsbanken Lehman Brothers konkurs. Året etter sank den globale produksjonen for første gang siden den andre verdenskrigen. Bare Kina av de store økonomiene maktet å holde farta oppe. Et statseid bankvesen delte rundhåndet ut midler i henhold til en kriseplan utarbeidet av dyktige byråkrater. Etter retningslinjer gitt av politikere som ikke er på valg.

#### **Kompleksitet i finansmarkedene er blitt for stor**

Bak Lehman-konkursen lå gjeldskrisen i amerikanske husholdninger. Instrumenter for avdekning av risiko gjorde det fristende for lokale banker å låne ut mer enn de burde. For mange husholdninger hadde lånt for mye. Da amerikanerne "en masse" ikke maktet å betjene sine boliglån, fikk banker og andre finansinstitusjoner problemer. Verre ble det av at nye finansielle produkter, i stedet for å spre risiko, i mange tilfeller hadde ført til en konsentrasjon av risiko. Kompleksiteten i finansmarkedene var blitt for stor. Selv om hvert enkelt instrument så tilforlatelig ut og brukt rett kunne gi en hensiktsmessig omfordeling av risiko, skjedde i noen tilfeller det motsatte.

Det å ta boliglånsrisiko, og å ta seg betalt for dette, ble et satsningsområde for AIG – verdens største forsikringselskap. Da boligkrisen i USA var et faktum, lå AIG tynt an. I denne situasjonen valgte amerikanske myndigheter å redde selskapet. Ringvirkningene av en konkurs her vurderte man som ødeleggende for USA's økonomi. AIG nøt godt av å være for stor til å feile. Det hadde i sin tur gjort det mulig for selskapet å ta store sjanser.

Kompleksiteten i det internasjonale finansvesenet, og sammenvevningen av dette vesenet internasjonalt, førte til vanskeligheter for banker i Europa som var eksponert mot boligmarkedet i USA.

Dess større avstand mellom låntaker og endelig långiver, dess større er sjansen for at lån blir gitt, som ikke skulle ha vært gitt.

Dess mer avanserte produkter og teknikker for omfordeling av risiko, dess lettere er det å miste oversikten, og dess større er sjansen for at smellet blir stort når det først smeller.

Og for det tredje, dess mer banker og finansforetak betaler sine medarbeidere og partnere, dess flere dyktige folk trekker de til seg, og dess større er sjansene for at finansvesenet blir mer komplekst enn hva som godt er.

I tillegg kommer det økonomiske tapet verden lider ved at så mange dyktige folk er engasjert i Svarteper-spill i finansmarkedene i stedet for å bruke sin tid og sine evner på å takle utfordringer i realøkonomien, til beste for helheten.

### **I gamle dager fikk man pengene tilbake**

Boligkrisen i USA førte til en bankkrise i USA og deretter til en bankkrise i andre land. Myndigheter måtte inn med friske midler for å redde bankene. Disse midlene måtte lånes. Gjeldsproblemet ble dermed forskjøvet fra amerikanske boligeiere, via banker og andre finansforetak, til statlige myndigheter i mange land.

I Europa har det gått riktig ille. Det skyldes at statsgjeldsproblemene har blitt håndtert så krøkkete som overhodet mulig. Bak dette ligger den premature innføringen av euro som felles mynt i etter hvert 17 land. Felles valuta forutsetter felles holdning til lav inflasjon og edruelig finanspolitikk. Arbeidet med å skape slike holdninger så man helt bort fra før euroen ble innført.

I gamle dager – før euroen så dagens lys i 1999 – virket finansmarkedene disiplinerende på statlige låneopptak. Om greske myndigheter ønsket å øke sin opplåning kraftig, ville de umiddelbart merket det på renten. En markant økning i lånerenten ville virket dempende på appetitten til å låne. Greske politikere ville måttet ta ned ambisjonsnivået i hva de kunne tilby sine velgere, og/eller beskatte dem hardere for å kunne betale for flere offentlige ytelser. Eller myndighetene kunne skjerpe kampen mot korrupsjon og skatteunndragelser og tatt inn mer midler til statskassen uten endringer i regelverket.

Om greske myndigheter ikke klarte å holde seg i skinnet og brukte nytrykte penger i stor stil, ble resultatet tiltakende inflasjon. Konkurransenevnen lot seg likevel opprettholde via passende nedskrivninger av den greske drakmen. De som hadde lånt penger til den greske staten ved å kjøpe greske statsobligasjoner, fikk sine penger tilbake. Men høy inflasjon og en nedskrevet drakme gjorde at kjøpekraften av pengene de fikk tilbake var blitt kraftig redusert.

## Med euro øker faren for mislighold av statsgjeld

Med euro som gresk valuta (fra 2002) trengte ikke långiverne til den greske staten å være bekymret for kjøpekraften til euroene de senere ville få tilbake. ECB – Den europeiske sentralbanken – hadde makt og myndighet og vilje til å holde den årlige inflasjonen i Euroland nede på et par prosent. Men *ville* man få pengene tilbake?

Tidligere kunne den greske sentralbanken trykke nye drakmer til betjening av gammel gjeld. Med euro som greske penger var ikke dette lenger mulig. Faren for mislighold av greske statspapirer tok over for faren for nedskrivninger av greske drakmer. Långiverne burde således kalkulere inn en økende sannsynlighet for mislighold av greske statsobligasjoner etter hvert som statsgjelden i Hellas steg. Hadde långiverne gjort det, ville ikke gjelden ha steget så raskt og så kraftig. Og finansmarkedene ville ha skjøttet oppgaven om å disiplinere utgiftsglade, greske politikere på en god måte.

Men rentene på greske statspapirer steg ikke. Renten har holdt seg på nivå med hva den tyske stat måtte betale for sine lån. Hvorfor? Fordi långiverne regnet med at fellesskapet – dvs. Euroland – ville steppe inn og gjøre opp for grekerne om grekerne ikke selv kunne eller ville. Den disiplinerende virkningen som finansmarkedene burde hatt på statlige låneopptak via en stadig høyere rente på greske statsobligasjoner enn på tyske, var fraværende inntil det hele sprakk for snau tre år siden. Og da – i stedet for å la banker med stor eksponering mot gresk statsgjeld ta tap og eventuelt gå konkurs – reddet man bankene ved å ta over betjeningen av denne statsgjelden. Til tross for at traktaten euroen hviler på forbyr fellesskapet å ta over gjeldsbyrden til det enkelte medlemsland. De som hadde gitt uansvarlige store og billige lån til den greske staten, merket ikke konsekvensene av sin vettløse atferd.

## Problemet er at Hellas ikke kan gå konkurs

Dette var en tabbe av dimensjoner. Store banker skulle vært reddet etter norsk modell. Det innebærer midlertidig nasjonalisering av store banker og en nedskrivning av aksjekapital til null. Om nødvendig skulle fordringshavere på bankene, bare ikke den jevne innskyter, også tatt tap.

Om euroen på lang sikt skal reddes, må prising av ulike Eurolands statsgjeld gjenspeile ulik risiko for mislighold. Problemet med statsgjeld, til forskjell fra gjeld i privat sektor, er fravær av konkursmekanismen. Problemet er ikke at Hellas går konkurs. Problemet er at Hellas ikke kan gå konkurs. Det finnes ingen skifterett å levere boet til.

To lærdommer munner dette Månedsbrevet ut i. For det første, kompleksiteten i det internasjonale finanssystem er blitt langt større enn hva som tjener kundenes interesser. ”Gjør ting så enkelt som mulig, men ikke enklere”, sa Albert Einstein. For det andre, arbeidet med å finne ryddige ordninger for håndtering av misligholdt statsgjeld i land som har euro som felles mynt, må det settes fart i. Långivere til land som misligholder sin statsgjeld, må være med å betale gildet, snarere enn skattebetalere i andre land.

9. august 2011

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

<http://home.bi.no/fag87025/>